

光大银行(601818.SH) 银行业

评级：买入 上调评级

公司研究

市价(人民币)：2.75元

集团估值的最大驱动因素、重点把握1Q15

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股收益(元) | 0.58 | 0.58 | 0.62 | 0.69 | 0.76 |
| 每股净资产(元) | 2.82 | 3.30 | 3.63 | 4.13 | 4.63 |
| 每股现金股利(元) | 0.06 | 0.17 | 0.19 | 0.21 | 0.23 |
| 市盈率(倍) | 4.7 | 4.8 | 4.4 | 4.0 | 3.6 |
| 市净率(倍) | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| 归属股东净利润增长率(%) | 30.6% | 13.2% | 8.1% | 10.8% | 11.4% |
| 净资产收益率(%) | 22.4% | 20.0% | 17.9% | 17.7% | 17.4% |
| 总股本(百万股) | 40,435 | 46,277 | 46,679 | 46,679 | 46,679 |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 预计光大集团重组年内完成、中信路径对随后的集团整体上市有重要参考意义：我们不对未来光大集团整体上市的方式、地点和交易结构进行任何揣测式的分析，作为银行业研究，我们通过对中信模式的深度挖掘和回溯，揭示中信和光大这类集团控股公司整体上市与其银行子公司估值水平的内在联系，以及上市行为本身对其银行子公司股价表现的驱动因素。
- 提升集团整体估值水平是中信银行强势股价的真正原因：我们的分析表明，通过中信银行A股估值的大幅提升拉动集团基于市场价格的整体估值水平，从而使集团整体上市中的实际估值较当前市场价格出现显著折价，是中信银行今年（尤其是上半年）股价强势表现的真正驱动因素。
- 中信集团整体估值隐含<1倍银行估值、中信银行A股对集团估值拉动效应最大：中信股份的整体估值水平为1.01倍13年P/B，但其整体估值水平隐含的中信银行A+H合计估值为0.82倍13年P/B，我们推测，对国有集团公司而言，上市价格不低于1倍净资产的隐性规定仅适用于集团整体估值水平，而非针对其中的单项资产。据我们测算，中信银行A股13年P/B绝对水平每提升0.1，将带动中信股份13年P/B提升0.062，远超其他子公司或中信银行H股的影响。受中信银行A股拉动，3月12日，中信集团基于市价估值达到1.17倍13年P/B、较基准估值水平溢价16%；9月5日，中信集团整体估值为1.12倍13年P/B、较基准估值水平溢价11%。
- 光大银行是光大集团估值的最重要驱动因素、重点把握1Q15：尽管受集团持股比例较低影响，光大银行对集团估值的拉动效应不及中信，但仍是光大系内对集团估值最大的影响因素，对集团估值的拉动效应是光大证券的3倍。在时点因素上，2014年一季度中信银行的表现有望在2015年复制于光大银行，建议投资者重点把握2015年一季度开始光大银行可能出现的超额收益机会，今年之内集团重组完成的公告是值得关注的重要信号。
- 上调盈利预测、上调评级至“买入”：光大银行的基本面因素处于企稳向好的逐步修复进程中，不会成为压制估值水平的负面因素。其估值提升前景和逻辑明确，当前A股交易在0.8倍14年P/B，估值下行空间有限，建议投资者重点关注。

相关报告

1.《集团重组获批、光大银行有望接棒改革概念股》，2014.8.3

马鲲鹏 分析师 SAC 执业编号：S1130514080003
(8621)60230253
makunpeng@gjzq.com.cn

一、预计光大集团整体上市将在重组挂牌后正式启动、中信路径具备重要参考意义

光大银行 8 月 2 日公告称光大集团重组方案已获国务院批准，重组并实行股份制改造后，光大集团将成为“中国光大集团股份公司”，并承继此前光大集团的所有资产、负债、机构和人员。对光大银行而言，重组方案中，“中国光大集团股份公司”两大发起人之一的汇金公司将以其持有的 90 亿股光大银行股份作为出资，因此，重组完成后，光大集团对光大银行的持股将从重组前的 4.4% 上升至 23.7%，合并计算光大控股 3.4% 的持股，光大集团对光大银行的合计持股占比为 27.1%，汇金对光大银行持股由重组前的 41.2% 下降至 22.0%，光大集团将实现对光大银行的控股和并表管理。

综合考虑多方媒体报道及光大集团领导的公开表态，我们预计光大集团重组、改制和挂牌将在今年之内完成，改制后的光大集团将由国有独资企业变为股份制公司，此后，集团整体上市将正式启动。我们判断，光大集团整体上市工作在 2015 年内启动并完成是大概率事件。

尽管光大银行和中信银行在经营模式、发展战略和业务重心上存在较大差异，但作为改革开放以来混合所有制改革和大型金融及实业集团公司的代表，我们相信，光大集团和中信集团在集团重组改制及整体上市的路径上应当存在极大的相似性，刚刚完成香港上市的中信模式对我们判断未来光大集团整体上市的方向具备重要的参考意义。

更为重要的是，通过我们后面的分析可以看到，中信集团整体上市是今年中信银行股价表现的真正驱动因素，在这篇报告中，我们不对未来光大集团整体上市的方式、地点和交易结构进行任何揣测式的分析，作为银行业研究，我们通过对中信模式的深度挖掘和回溯，揭示中信和光大这样的集团控股公司整体上市与其银行子公司估值水平的内在联系，以及上市行为本身对其银行子公司股价表现的驱动因素。

图表1：光大银行股权结构：1H14 vs. 光大集团重组完成后

| (百万股) | 1H14 | | 集团重组完成后 | |
|-------|--------|--------|---------|--------|
| | 持股数量 | 占比 | 持股数量 | 占比 |
| 光大系合计 | 3,630 | 7.8% | 12,630 | 27.1% |
| 光大集团 | 2,057 | 4.4% | 11,057 | 23.7% |
| 光大控股 | 1,573 | 3.4% | 1,573 | 3.4% |
| 汇金公司 | 19,251 | 41.2% | 10,251 | 22.0% |
| 其他股东 | 23,798 | 51.0% | 23,798 | 51.0% |
| 总股本 | 46,679 | 100.0% | 46,679 | 100.0% |

来源：公司公告，国金证券研究所

二、中信集团上市再探索：银行估值水平对集团整体估值有决定性影响

中信集团香港整体上市已于 8 月 25 日完成，其交易结构在此不再详细展开，基本情况是通过中信集团在香港上市的子公司中信泰富反向收购（现金+换股）中信集团的持股平台“中信股份有限公司”的全部股份，“中信股份”整体注入中信泰富，通过借壳中信泰富的方式实现中信集团持股平台“中信股份”及其持有的全部中信系资产的整体上市。同时，为维持上市公司最低公众持股比例要求，中信泰富向若干投资者发行 39.5 亿股配售股份。

在整个上市进程中，有三大重要的时间节点：

- **评估基准日（2013 年 12 月 31 日）：**这是所有中信系资产价值评估的时间节点，即，中信股份 2270 亿元的整体估值和收购价格是其在 2013 年 12 月 31 日的评估价值。需要注意的是，根据详细的收购方案公告，对中信集团的上市资产，其每股评估价值是评估基准日前 30 天（即从 2013 年 11 月 19 日-12 月 30 日）交易均价和评估基准日当天（即 2013 年 12 月 31 日）收盘价中的较高者，此项资产的整体估值则是每股评估价值乘以评估基准日当天中信集团的持股数量。此方法适用于中信集团持有的中信银行 A 股、H 股及中信证券 A 股的估值（因为中信集团不持有中信证券 H 股，因此在估值时只评估其持有的 A 股价值）。
- **收购方案公告日（2014 年 4 月 16 日）**
- **收购完成日（2014 年 8 月 25 日）**

2.1 中信银行隐含估值低于 1 倍 P/B、推测国资上市不低于 1 倍净资产的规定仅针对集团整体

通过下页图表可见，中信股份的整体估值为人民币 2270 亿元，13 年末，中信股份归属母公司所有者权益为人民币 2251 亿元，因此，中信股份的整体估值水平为 1.01 倍 13 年 P/B，每股估值人民币 1.77 元，13 年每股净资产人民币 1.76 元，整体实现了上市价格不低于 1 倍净资产的目标。

但是，我们可以看到的是，在前述评估方法下，中信集团的整体估值水平隐含的中信银行 A+H 合计估值为 0.82 倍 13 年 P/B，其中，中信银行 A 股隐含估值为 0.83 倍 13 年 P/B，中信银行 H 股隐含估值为 0.72 倍 13 年 P/B。因此，我们推测，对国有集团公司而言，上市价格不低于 1 倍净资产的不成文规定仅适用于集团整体估值水平，而非针对其中的单项资产。

2.2 中信银行今年的强势股价表现为集团整体估值带来显著溢价、上市后立即体现为股东账面浮盈

首先可以看到的是，由于持股数量占绝对优势，因此中信集团持有的中信银行 A 股估值一直占集团整体估值的 50%以上，是集团整体估值的最重要组成部分。我们选取了几个重要时间节点测算中信银行、中信证券等上市公司股价变动对中信集团按当前市场价格估值的影响。

- **评估基准日（2013 年 12 月 31 日）：**集团持有的中信银行 A 股贡献了 51% 的集团估值，此时中信银行 A 股估值为 0.83 倍 13 年 P/B、集团整体估值为 1.01 倍 13 年 P/B，这是在上市进程中投资者需要实际支付的价格，也是后续上市子公司股价变动导致出现按市价估值溢价的比较基准。
- **中信银行 A 股阶段性高点（2014 年 3 月 12 日）：**按当日收盘价计算，中信银行 A 股（估值为 1.13 倍 13 年 P/B）贡献了集团估值的 60%，集团整体估值为 1.17 倍 13 年 P/B、较基准估值水平溢价 16%。
- **上市方案公告日（2014 年 4 月 16 日）：**按当日收盘价计算，中信银行 A 股（估值为 1.01 倍 13 年 P/B）贡献了集团估值的 56%，集团整体估值为 1.11 倍 13 年 P/B、较基准估值水平溢价 10%。

- **上市完成日 (2014年8月25日)**: 按当日收盘价计算, 中信银行A股(估值为0.94倍13年P/B)贡献了集团估值的54%, 集团整体估值为1.09倍13年P/B、较基准估值水平溢价8%。
- **最近交易日 (2014年9月5日)**: 按当日收盘价计算, 中信银行A股(估值为0.98倍13年P/B)贡献了集团估值的54%, 集团整体估值为1.12倍13年P/B、较基准估值水平溢价11%。

图表2: 中信集团整体上市估值分析: 基准评估价值(即收购估值) vs. 后续股价变动影响

| 2013 | 中信集团持股比例 (%) | 归属母公司所有者权益 (百万元) | BVPS (人民币元) | 归属中信集团权益 (百万元) | 中信集团持股 (百万股) | 每股估值 (人民币元) | 较当日收盘价溢价 (%) | 整体估值 (百万元) | 估值占比 (%) | P/B (倍) |
|---|--------------|------------------|-------------|----------------|--------------|-------------|--------------|------------|----------|---------|
| 评估基准日: 2013年12月31日 | | | | | | | | | | |
| 中信银行(A) | - | - | 4.82 | - | 28,939 | 4.00 | 3% | 115,619 | 51% | 0.83 |
| 中信银行(H) | - | - | 4.82 | - | 2,386 | 3.47 | 4% | 8,269 | 4% | 0.72 |
| 中信银行(A+H)* | 67% | 225,601 | 4.82 | 151,040 | 31,325 | 3.95 | - | 123,889 | 55% | 0.82 |
| 中信证券(A) | 20% | 87,688 | 7.96 | 17,801 | 2,237 | 12.84 | 1% | 28,729 | 13% | 1.61 |
| 其他 | - | - | - | 51,086 | - | - | - | 74,378 | 33% | 1.46 |
| 中信股份 | 100% | 225,051 | 1.76 | 225,051 | 128,000 | 1.77 | - | 226,996 | 100% | 1.01 |
| 每股市值 (人民币元) 整体基准估值 (百万元) 当日收盘价 (人民币元) 基于当日收盘价整体估值 (百万元) 估值占比 (%) 较基准估值溢价 (%) P/B (倍) | | | | | | | | | | |
| 1. 中信银行A股收盘价高点: 2014年3月12日 | | | | | | | | | | |
| 中信银行(A) | 4.00 | 115,619 | 5.47 | 158,296 | 60% | 37% | 1.13 | | | |
| 中信银行(H) | 3.47 | 8,269 | 3.34 | 7,976 | 3% | -4% | 0.69 | | | |
| 中信银行(A+H) | 3.95 | 123,889 | 5.31 | 166,272 | 63% | 34% | 1.10 | | | |
| 中信证券(A) | 12.84 | 28,729 | 10.11 | 22,615 | 9% | -21% | 1.27 | | | |
| 其他** | - | 74,378 | - | 74,378 | 28% | - | 1.46 | | | |
| 中信股份 | 1.77 | 226,996 | - | 263,265 | 100% | 16% | 1.17 | | | |
| 2. 上市方案公告日: 2014年4月16日 | | | | | | | | | | |
| 中信银行(A) | 4.00 | 115,619 | 4.86 | 140,643 | 56% | 22% | 1.01 | | | |
| 中信银行(H) | 3.47 | 8,269 | 3.68 | 8,789 | 4% | 6% | 0.76 | | | |
| 中信银行(A+H) | 3.95 | 123,889 | 4.77 | 149,432 | 60% | 21% | 0.99 | | | |
| 中信证券(A) | 12.84 | 28,729 | 11.77 | 26,328 | 11% | -8% | 1.48 | | | |
| 其他** | - | 74,378 | - | 74,378 | 30% | - | 1.46 | | | |
| 中信股份 | 1.77 | 226,996 | - | 250,138 | 100% | 10% | 1.11 | | | |
| 3. 上市完成日: 2014年8月25日*** | | | | | | | | | | |
| 中信银行(A) | 4.00 | 115,619 | 4.55 | 131,730 | 54% | 14% | 0.94 | | | |
| 中信银行(H) | 3.47 | 8,269 | 4.22 | 10,070 | 4% | 22% | 0.88 | | | |
| 中信银行(A+H) | 3.95 | 123,889 | 4.53 | 141,800 | 58% | 14% | 0.94 | | | |
| 中信证券(A) | 12.84 | 28,729 | 12.94 | 28,945 | 12% | 1% | 1.63 | | | |
| 其他** | - | 74,378 | - | 74,378 | 30% | - | 1.46 | | | |
| 中信股份 | 1.77 | 226,996 | - | 245,124 | 100% | 8% | 1.09 | | | |
| 4. 最近交易日: 2014年9月5日*** | | | | | | | | | | |
| 中信银行(A) | 4.00 | 115,619 | 4.70 | 136,071 | 54% | 18% | 0.98 | | | |
| 中信银行(H) | 3.47 | 8,269 | 4.17 | 9,957 | 4% | 20% | 0.87 | | | |
| 中信银行(A+H) | 3.95 | 123,889 | 4.66 | 146,028 | 58% | 18% | 0.97 | | | |
| 中信证券(A) | 12.84 | 28,729 | 13.78 | 30,824 | 12% | 7% | 1.73 | | | |
| 其他** | - | 74,378 | - | 74,378 | 30% | - | 1.46 | | | |
| 中信股份 | 1.77 | 226,996 | - | 251,230 | 100% | 11% | 1.12 | | | |

*中信股份未并表中信证券, 中信证券股权列为联营企业

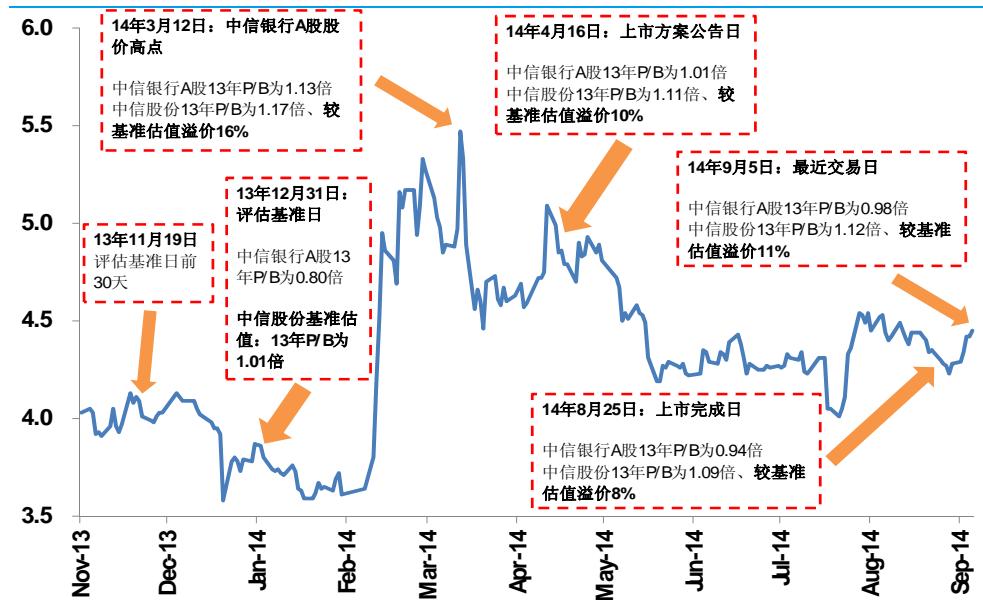
**假定其他部分估值维持在评估基准日水平不变

***当日收盘价为复权后收盘价

来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

今年以来, 中信银行A股股价表现强势, 尤其是在上半年。我们相信, 通过中信银行A股估值的大幅提升拉动集团基于市场价格的整体估值水平, 从而使集团整体上市中的实际估值较当前市场价格出现显著折价, 才是中信银行今年股价强势表现的真正驱动因素。

截至最近交易日, 集团上市后股东已实现11%的账面浮盈。

图表3：中信银行A股股价 vs. 中信集团整体上市关键时间节点


来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

2.3 不同子公司对集团整体估值的拉动效应测算：中信银行A股最大

我们测算了不同子公司估值水平提升对集团整体估值的影响如下：

- **中信银行A股 13年 P/B 每提升 0.1**（例如从评估基准的 0.83 提升至 0.93），将带动中信股份 13年 P/B 提升 0.062。
- **中信银行H股 13年 P/B 每提升 0.1**，将带动中信股份 13年 P/B 提升 0.005。
- **中信证券A股 13年 P/B 每提升 0.1**，将带动中信股份 13年 P/B 提升 0.008。
- **其他部分 13年 P/B 每提升 0.1**，将带动中信股份 13年 P/B 提升 0.023。

中信银行A股估值提升对中信集团整体估值水平的拉动效应最大，我们定义了中信银行A股估值提升倍数这一指标，即每单位中信银行A股估值提升带来的集团估值提升幅度是其他子公司（或证券种类）相同幅度估值提升带来的集团估值提升幅度的倍数，计算公式请见下表附注。可见，中信银行A股估值提升带来的集团估值提升程度分别是中信银行H股的12倍、是中信证券A股的8倍、是集团其他部分的3倍。因此，对集团估值水平最大的弹性表明，中信银行A股估值水平是集团整体估值提升的决定性因素。

图表4：中信集团整体估值相对于中信银行A股估值的弹性最大

| 中信银行A股 | | | | 中信银行H股 | | | | 中信证券A股 | | | | 其他 | | | |
|----------------------------------|---------|------------|------------|----------------------------------|---------|------------|------------|----------------------------------|---------|------------|------------|----------------------------------|---------|------------|------------|
| 中信银行A股P/B | 中信股份P/B | 较评估基准提升(倍) | 较评估基准提升(%) | 中信银行H股P/B | 中信股份P/B | 较评估基准提升(倍) | 较评估基准提升(%) | 中信证券A股P/B | 中信股份P/B | 较评估基准提升(倍) | 较评估基准提升(%) | 其他P/B | 中信股份P/B | 较评估基准提升(倍) | 较评估基准提升(%) |
| P/B每提升0.1, 中信股份P/B提升0.062 | | | | P/B每提升0.1, 中信股份P/B提升0.005 | | | | P/B每提升0.1, 中信股份P/B提升0.008 | | | | P/B每提升0.1, 中信股份P/B提升0.023 | | | |
| 0.63 | 0.88 | (0.12) | -12.3% | 0.52 | 1.00 | (0.01) | -1.0% | 1.41 | 0.99 | (0.02) | -1.6% | 1.26 | 0.96 | (0.05) | -4.5% |
| 0.73 | 0.95 | (0.06) | -6.1% | 0.62 | 1.00 | (0.01) | -0.5% | 1.51 | 1.00 | (0.01) | -0.8% | 1.36 | 0.99 | (0.02) | -2.3% |
| 0.83 | 1.01 | 0.00 | 0.0% | 0.72 | 1.01 | 0.00 | 0.0% | 1.61 | 1.01 | 0.00 | 0.0% | 1.46 | 1.01 | 0.00 | 0.0% |
| 0.93 | 1.07 | 0.06 | 6.1% | 0.82 | 1.01 | 0.01 | 0.5% | 1.71 | 1.02 | 0.01 | 0.8% | 1.56 | 1.03 | 0.02 | 2.3% |
| 1.03 | 1.13 | 0.12 | 12.3% | 0.92 | 1.02 | 0.01 | 1.0% | 1.81 | 1.02 | 0.02 | 1.6% | 1.66 | 1.05 | 0.05 | 4.5% |
| 1.13 | 1.19 | 0.19 | 18.4% | 1.02 | 1.02 | 0.02 | 1.5% | 1.91 | 1.03 | 0.02 | 2.4% | 1.76 | 1.08 | 0.07 | 6.8% |
| 1.23 | 1.26 | 0.25 | 24.6% | 1.12 | 1.03 | 0.02 | 2.0% | 2.01 | 1.04 | 0.03 | 3.1% | 1.86 | 1.10 | 0.09 | 9.0% |
| 中信银行A股估值提升倍数: * | | | | 12倍 | | | | 8倍 | | | | 3倍 | | | |

*中信银行A股估值提升倍数：每单位的中信银行A股估值提升带来的集团估值提升分别是相同单位中信银行H股、中信证券A股及其他部分估值提升带来的集团估值提升幅度的12倍、8倍、3倍，计算公式（以中信证券为例）：(中信集团持有中信银行A股数量/中信集团持有中信证券A股数量) * (中信银行BPS/中信证券BPS)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

三、对光大银行的判断：银行仍是集团整体上市进程中估值提升的中坚力量、重点把握 1Q15

由于光大集团尚未披露集团口径详细的财务报告，我们只能通过其最重要的几大上市子公司判断各自对未来集团整体估值的潜在影响，分析工具是前页 2.3 中提到的估值提升倍数。光大的情况和中信略有不同，尽管光大银行的体量远超光大证券、光大控股和光大国际，但即便是在集团重组完成后，光大集团对银行 27% 的持股比例却远低于中信集团对银行 67% 的持股比例。因此，光大银行对光大集团估值的拉动效应小于中信银行对中信集团估值的拉动效应。

我们的测算表明，光大银行 A 股（光大集团不持有光大银行 H 股）对光大集团估值的拉动效应是光大证券的 3 倍、光大控股的 4 倍、光大国际的 9 倍，因此，尽管在绝对影响程度上不及中信银行/中信集团的情况，但光大银行依然是对光大集团估值最大的影响因素，未来光大集团整体上市启动之后，集团整体估值水平较评估基准的溢价依然需要由光大银行的估值提升来主要驱动。

图表5：光大集团估值相对于光大银行A股估值弹性小于中信、但光大银行A股仍是集团估值提升的最大贡献者

| 2014E | 光大集团持股 比例* | 光大集团持股 ** | BVPS*** | 最新收盘价 | P/B | 估值提升倍数 **** |
|----------|---------------|--------------|---------|--------|------|----------------|
| | (%) | (百万股) | (人民币元) | (人民币元) | (倍) | (倍) |
| 光大银行 (A) | 27% | 12,630 | 3.63 | 2.75 | 0.76 | - |
| 光大证券 (A) | 67% | 2,299 | 6.95 | 9.33 | 1.34 | 3 |
| 光大控股 (H) | 51% | 873 | 13.80 | 12.76 | 0.92 | 4 |
| 光大国际 (H) | 41% | 1,854 | 2.65 | 8.61 | 3.24 | 9 |

*光大集团对光大银行的持股比例为光大集团重组完成后的比例，即汇金完成转移90亿股官大银行股权至新的光大集团

** 光大集团持股数量为 2014 年 6 月 30 日数据

*** 光大证券、光大控股、光大国际 2014E BVPS 为万得一致预期

**** 估值提升倍数：每单位光大银行 A 股估值提升对光大集团整体估值的提升相对于其余子公司对集团估值提升效应的倍数

收盘价日期：2014 年 9 月 5 日

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

对时点因素的考虑：重点把握 1Q15、今年内集团重组完成的公告是重要信号

基于中信的经验，集团整体上市前需先进行资产评估，而评估基准日的选择至关重要。我们了解到，评估基准日原则上应选在年底或月底，但中信的评估中牵涉到了大量的以会计年度为单位的现金流贴现分析，因此我们判断，对中信和光大这样包含大量跨行业子公司的集团，以 12 月 31 日作为评估基准日更利于评估工作的顺利开展。此外，所选基准日与评估工作时间应不早于 2 个月，我们可以看到中信集团的评估基准日是 2013 年 12 月 31 日，实际评估工作从 2014 年 2 月 16 日开始、4 月 2 日结束，而中信银行 A 股的股价则基本同步于评估工作的开始而启动。

因此，我们判断，若光大集团今年之内能如期完成重组，评估基准日将大概率会选择在 2014 年 12 月 31 日，这意味着 2014 年一季度中信银行的表现有望在 2015 年复制于光大银行，建议投资者重点把握 2015 年一季度开始光大银行可能出现的超额收益机会，今年之内集团重组完成的公告是值得关注的重要信号。

四、基本面触底后逐步修复、上调盈利预测和投资评级

去年底 H 股 IPO 及今年 6 月发行 162 亿二级资本债之后，此前一直困扰光大银行的资本瓶颈得以解决，信贷和总资产额度得以逐步提升，在集团重组的大背景下，与其他子公司之间的联动效应有望得到大幅提升。我们认为光大银行目前正处于基本面因素触底之后的回升通道，中报营收和利润增速出现反弹也印证了正在趋于好转的基本面因素。我们预计，在上市银行中横向比较，光大银行从绝对增速角度衡量仍不算突出，但与全行业逐步放缓的趋势相反，该行的利润增速正在从一个很低的基础上逐步提升，且较低的基数也意味着利润增

长的波动风险较低。总体来看，我们认为光大银行的基本面因素处于企稳向好的逐步修复进程中，不会成为压制其估值水平的负面因素。

上调 2014-16 年盈利预测，预计 2014-16 年归属股东净利润分别同比增长 8.1%、10.8%、11.4%。鉴于光大银行明确的估值提升前景和逻辑，上调投资评级至“买入”，当前 A 股交易在 0.8 倍 14 年 P/B，估值下行空间有限，建议投资者重点关注。

图表6：财务数据及预测—光大银行

| 利润表 (百万元) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 同比增速 (%) | | | | |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|---------|---------|--------|--------|
| | | | | | | | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 净利息收入 | 39,440 | 50,263 | 50,862 | 57,954 | 65,853 | 72,805 | 27.4% | 1.2% | 13.9% | 13.6% | 10.6% |
| 非利息收入 | 6,632 | 9,653 | 14,444 | 19,499 | 23,984 | 28,781 | 45.6% | 49.6% | 35.0% | 23.0% | 20.0% |
| 净手续费收入 | 6,973 | 9,479 | 14,952 | 18,690 | 22,054 | 25,362 | 35.9% | 57.7% | 25.0% | 18.0% | 15.0% |
| 营业收入 | 46,072 | 59,916 | 65,306 | 77,454 | 89,837 | 101,587 | 30.0% | 9.0% | 18.6% | 16.0% | 13.1% |
| 营业支出 | (18,227) | (22,610) | (26,388) | (31,270) | (37,055) | (42,983) | 24.0% | 16.7% | 18.5% | 18.5% | 16.0% |
| 营业税 | (3,448) | (4,551) | (5,607) | (6,448) | (7,415) | (8,528) | 32.0% | 23.2% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 拨备前营业利润 (PPOP) | 27,845 | 37,306 | 38,918 | 46,184 | 52,783 | 58,603 | 34.0% | 4.3% | 18.7% | 14.3% | 11.0% |
| 资产减值损失 | (3,698) | (5,795) | (4,633) | (9,022) | (11,588) | (12,709) | 56.7% | -20.1% | 94.7% | 28.4% | 9.7% |
| 贷款减值损失 | (3,420) | (5,690) | (4,336) | (8,695) | (11,229) | (12,313) | 66.4% | -23.8% | 100.5% | 29.1% | 9.7% |
| 营业利润 | 24,147 | 31,511 | 34,285 | 37,163 | 41,195 | 45,895 | 30.5% | 8.8% | 8.4% | 10.8% | 11.4% |
| 营业外收支净额 | 64 | 79 | 136 | 150 | 165 | 181 | 23.4% | 72.2% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 利润总额 | 24,211 | 31,590 | 34,421 | 37,312 | 41,359 | 46,076 | 30.5% | 9.0% | 8.4% | 10.8% | 11.4% |
| 所得税 | (6,126) | (7,970) | (7,667) | (8,395) | (9,306) | (10,367) | 30.1% | -3.8% | 9.5% | 10.8% | 11.4% |
| 净利润 | 18,085 | 23,620 | 26,754 | 28,917 | 32,053 | 35,709 | 30.6% | 13.3% | 8.1% | 10.8% | 11.4% |
| 少数股东权益 | (17) | (29) | (39) | (43) | (47) | (52) | 70.6% | 34.5% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 归属股东净利润 | 18,068 | 23,591 | 26,715 | 28,874 | 32,006 | 35,657 | 30.6% | 13.2% | 8.1% | 10.8% | 11.4% |
| 优先股股息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | na | na | na | na | na |
| 普通股股东净利润 | 18,068 | 23,591 | 26,715 | 28,874 | 32,006 | 35,657 | 30.6% | 13.2% | 8.1% | 10.8% | 11.4% |
| 资产负债表 (百万元) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 贷款总额 | 889,825 | 1,023,187 | 1,166,310 | 1,317,930 | 1,489,261 | 1,667,973 | 15.0% | 14.0% | 13.0% | 13.0% | 12.0% |
| 存款总额 | 1,225,278 | 1,426,941 | 1,605,278 | 1,813,964 | 2,031,640 | 2,255,120 | 16.5% | 12.5% | 13.0% | 12.0% | 11.0% |
| 不良贷款余额 | 5,727 | 7,613 | 10,029 | 15,619 | 19,128 | 22,600 | 32.9% | 31.7% | 55.7% | 22.5% | 18.2% |
| 贷款损失准备 | 21,043 | 25,856 | 24,172 | 30,383 | 38,804 | 47,960 | 22.9% | -6.5% | 25.7% | 27.7% | 23.6% |
| 资产总额 | 1,733,346 | 2,279,295 | 2,415,086 | 2,724,141 | 3,039,886 | 3,365,304 | 31.5% | 6.0% | 12.8% | 11.6% | 10.7% |
| 负债总额 | 1,637,196 | 2,164,973 | 2,262,034 | 2,554,406 | 2,846,976 | 3,148,672 | 32.2% | 4.5% | 12.9% | 11.5% | 10.6% |
| 母公司所有者权益 | 96,035 | 114,178 | 152,839 | 169,480 | 192,604 | 216,264 | 18.9% | 33.9% | 10.9% | 13.6% | 12.3% |
| 优先股 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | na | na | na | na | na |
| 平均生息资产 | 1,581,800 | 1,966,972 | 2,354,888 | 2,530,929 | 2,901,215 | 3,236,016 | 24.4% | 19.7% | 7.5% | 14.6% | 11.5% |
| 每股数据 (元) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 普通股股本 (百万股) | 40,435 | 40,435 | 46,277 | 46,679 | 46,679 | 46,679 | 0.0% | 14.4% | 0.9% | 0.0% | 0.0% |
| EPS | 0.45 | 0.58 | 0.58 | 0.62 | 0.69 | 0.76 | 30.6% | -1.1% | 7.2% | 10.8% | 11.4% |
| BVPS | 2.38 | 2.82 | 3.30 | 3.63 | 4.13 | 4.63 | 18.9% | 17.0% | 9.9% | 13.6% | 12.3% |
| DPS | 0.13 | 0.06 | 0.17 | 0.19 | 0.21 | 0.23 | -56.4% | 199.1% | 7.0% | 10.8% | 11.4% |
| PPOP/sh | 0.69 | 0.92 | 0.84 | 0.99 | 1.13 | 1.26 | 34.0% | -8.8% | 17.6% | 14.3% | 11.0% |
| 主要指标 (%) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| ROA | 1.12% | 1.18% | 1.14% | 1.13% | 1.11% | 1.11% | 0.05% | -0.04% | -0.01% | -0.01% | 0.00% |
| ROE | 20.37% | 22.44% | 20.01% | 17.92% | 17.68% | 17.44% | 2.08% | -2.43% | -2.09% | -0.24% | -0.24% |
| 净息差 | 2.49% | 2.56% | 2.16% | 2.29% | 2.27% | 2.25% | 0.06% | -0.40% | 0.13% | -0.02% | -0.02% |
| 成本收入比 | 32.08% | 30.14% | 31.82% | 32.05% | 32.99% | 33.92% | -1.94% | 1.68% | 0.23% | 0.95% | 0.93% |
| 有效税率 | 25.30% | 25.23% | 22.27% | 22.50% | 22.50% | 22.50% | -0.07% | -2.96% | 0.23% | 0.00% | 0.00% |
| 贷存比 | 72.62% | 71.70% | 72.65% | 72.65% | 73.30% | 73.96% | -0.92% | 0.95% | 0.00% | 0.65% | 0.66% |
| 不良贷款率 | 0.64% | 0.74% | 0.86% | 1.19% | 1.28% | 1.35% | 0.10% | 0.12% | 0.33% | 0.10% | 0.07% |
| 拨备覆盖率 | 367.44% | 339.63% | 241.02% | 194.53% | 202.87% | 212.21% | -27.81% | -98.61% | -46.49% | 8.34% | 9.34% |
| 拨贷比 | 2.36% | 2.53% | 2.07% | 2.31% | 2.61% | 2.88% | 0.16% | -0.45% | 0.23% | 0.30% | 0.27% |
| 信用成本 | 0.41% | 0.59% | 0.40% | 0.70% | 0.80% | 0.78% | 0.18% | -0.20% | 0.30% | 0.10% | -0.02% |
| 非利息收入/营业收入 | 14.39% | 16.11% | 22.12% | 25.18% | 26.70% | 28.33% | 1.72% | 6.01% | 3.06% | 1.52% | 1.63% |
| 净手续费收入/营业收入 | 15.14% | 15.82% | 22.90% | 24.13% | 24.55% | 24.97% | 0.69% | 7.07% | 1.24% | 0.42% | 0.42% |
| 核心一级资本充足率 | na | na | 9.11% | 8.44% | 8.54% | 8.69% | 0.00% | na | -0.67% | 0.10% | 0.15% |
| 一级资本充足率 | 7.89% | 8.00% | 9.11% | 8.44% | 8.54% | 8.69% | 0.11% | 1.11% | -0.67% | 0.10% | 0.15% |
| 资本充足率 | 10.57% | 10.99% | 10.57% | 10.60% | 10.70% | 10.89% | 0.42% | -0.42% | 0.03% | 0.10% | 0.19% |

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 2 | 3 | 7 | 11 | 25 |
| 增持 | 0 | 1 | 2 | 5 | 12 |
| 中性 | 0 | 1 | 2 | 3 | 5 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.43 | 1.50 | 1.54 | 1.53 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD